

# わが国機関投資家のコーポレート・ガバナンス に関するアンケート調査（2012年）

The Questionnaire Survey on Corporate Governance  
by Japanese Institutional Investors

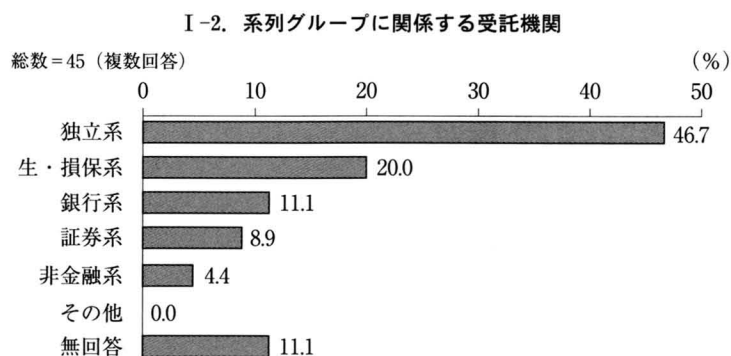
三 和 裕美子  
Yumiko Miwa

本稿は、本論文集の拙稿「日仏両国のコーポレート・ガバナンス改革における機関投資家の役割」（25頁～42頁）に関連するアンケート調査を研究資料としてまとめたものである。

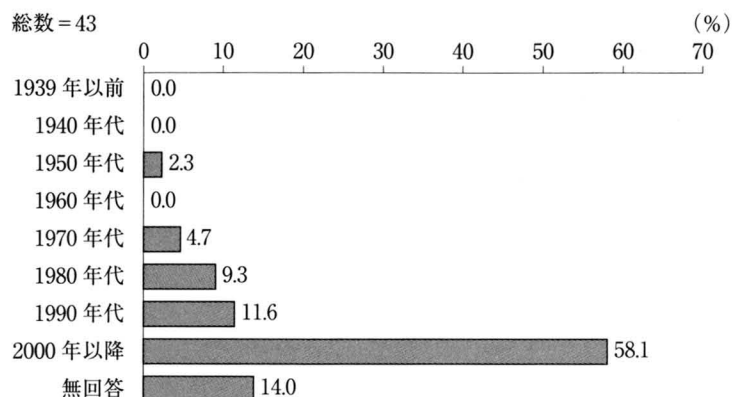
本調査は、わが国における機関投資家のコーポレート・ガバナンスに対する意識・行動を明らかにすることを目的として2012年11月から2013年2月にアンケート調査方式でおこなった。本調査の対象者（調査票郵送先）は、日本投資顧問業協会に所属する国内機関投資家634社であり、45社から回答を得た。634社中、現在日本株の運用を行っていないなどの理由で回答できないとの事前連絡があった機関投資家数は31社であった。これを考慮にいれた回答率は9.2%であった。本調査の回答率が低い理由としては、日本投資顧問業協会に所属するすべての機関投資家に送ったためであると考えられる。このうち日本株を運用している受託運用機関は2013年5月現在で79社であり、これを母数とした場合本調査の回答率は約57%となる。

本調査は、財務省政策研究所の調査（大村敬一・首藤恵・増子信「機関投資家の役割とコーポレート・ガバナンス」、『フィナンシャル・レビュー』、2001年12月、以下財務省調査）との比較を行うため、財務省調査の質問項目に関連する項目を採用している。

## 1. プロフィールについて



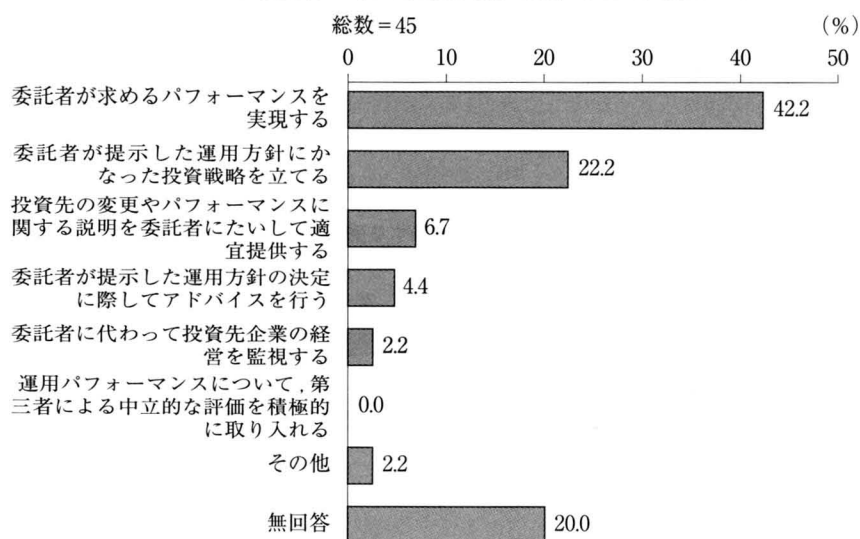
## I-3. 業態の営業や商品の運用を開始した年代



本調査においては、国内独立系の回答率が46.7%と高かった。また、運用開始時期が2000年以降の会社が60%と多かった。財務省調査では銀行系が33.85%、独立系は18.46%（12社）であった。また運用開始時期についても財務省調査では、1980年代がもっとも多く、54.12%（44社）であった。本調査で、回答している機関投資家の設立は、「2000年以降」が58.1%と他に比べて格段に多くなっている。本調査回答機関の多くは2000年以降に設立された機関であり、銀行などの影響を受けない独立系であることから、日本企業のコーポレート・ガバナンスに関心をもつ、新たな受託運用機関が生まれていると考えられる。

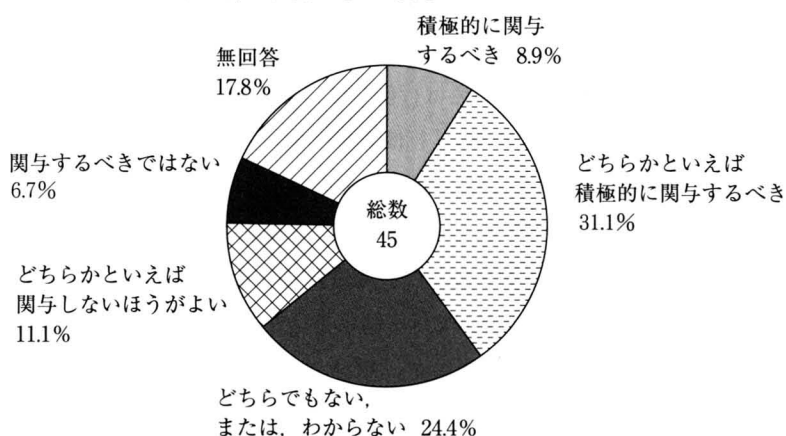
## 2. 受託者としての機関投資家のコーポレート・ガバナンスに関する一般的意見

## II-1. 委託者に対する受託者責任を果たす上で重要なこと



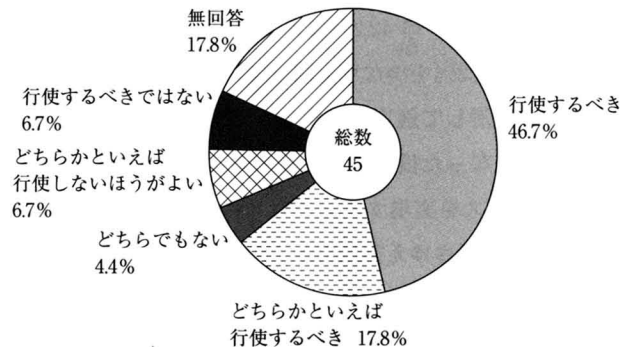
「委託者に対する受託者責任を果たす上で重要なこと」として、第1位の回答は「委託者が求める運用パフォーマンスを実現する」の42.2%であり、第2位の「委託者が提示した運用方針にかなった投資戦略を立てる」の22.2%をかなり上回っている。第3位は「投資先の変更やパフォーマンスに関する説明を委託者に対して適宜提供する」(6.7%)となっている。財務省調査では、委託者が提示した運用方針にかなった投資戦略を立てることが69.57%(64社)と最も多く、委託者が求める運用パフォーマンスを実現することは13.04%(12件)であった。これは過去10年間の運用パフォーマンス実績の低さゆえ委託者からの運用パフォーマンスに対する要求が高まっていることを表している。

## II-2. 機関投資家は長期的運用成果を実現する上で、投資先企業の経営に対して関与していくべきか



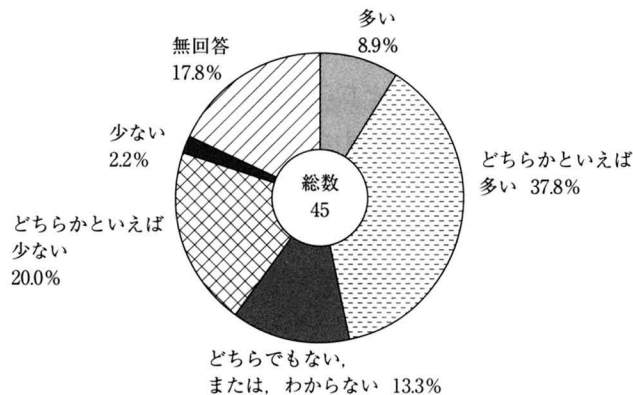
次に、機関投資家は長期的運用成果を実現する上で、投資先企業への経営に関与していくべきかという質問に対して、第1位回答は、「どちらかといえば積極的に関与すべき」の31.1%であり、第2位の「どちらでもない、または、わからない」の24.4%をやや上回っている。第3位は「どちらかといえば関与しないほうがよい」(11.1%)、第4位は「積極的に関与すべき」(8.9%)、第5位は「関与するべきではない」(6.7%)となっている。「すべき」、「どちらかといえば…」で40%であるが、財務省調査の同58.43%と比べると低い数字である。理由として、前述の事由に加え、委託者からの運用パフォーマンス圧力が高まるなかで、長期的運用成果に関する見通しを立てづらいことが考えられる。

## II-5. 機関投資家は、受託者の代理人として議決権を行使するべきか



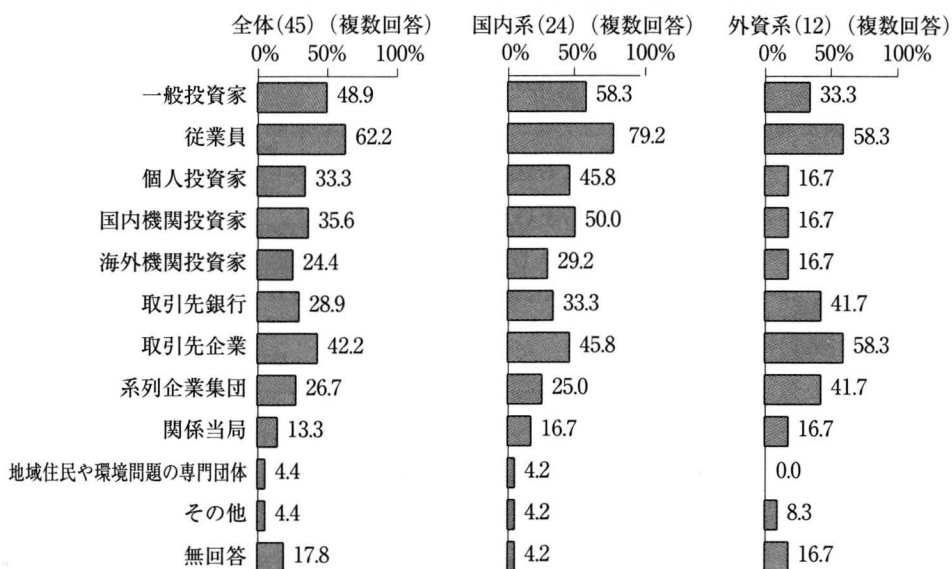
「機関投資家は、委託者の代理人として議決権を行使するべきか」に対する第1位回答は「行すべき」の46.7%であり、第2位の「どちらかといえば行すべき」の17.8%の2倍以上となっている。第3位は「どちらかといえば行しないほうがよい」(6.7%)、第4位は「行すべきではない」(6.7%)となっている。「行すべき」「どちらかといえば…」を合わせて、64.5%と高いが、財務省調査の、同77.2%(68社)と比べると、議決権行使に対する意識は若干低くなっている。これは委託者のパフォーマンスに対する要求の高まりや企業年金連合会の議決権行使に対する積極的姿勢が少なくなったことと関連していると考えられる。「委託者自身が、株主として積極的な行動をとることについて、法制化を行うことは必要か」の質問においても同様な傾向がみられた。

## II-8. 投資家に対して実態の把握に有効な情報の開示を行っている企業が多いか



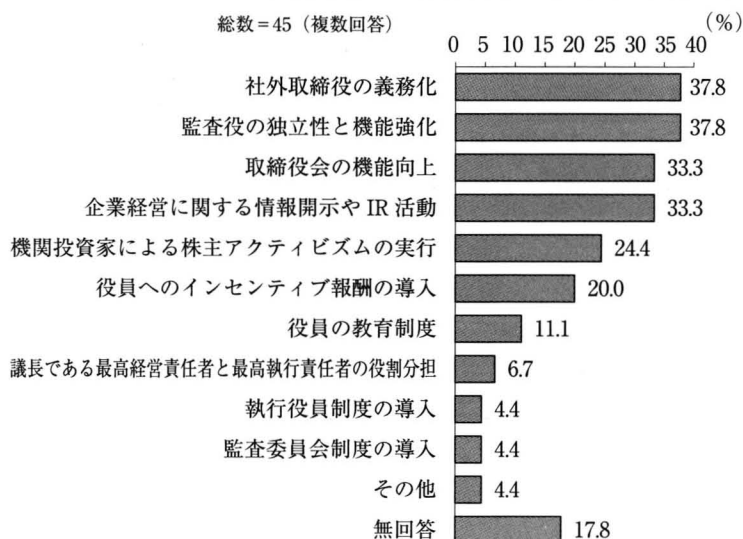
「投資家に対して実態の把握に有効な情報の開示を行っている企業が多いか」に対する第1位回答は、「どちらかといえば多い」の37.8%であり、第2位の「どちらかといえば少ない」の20.0%をかなり上回っている。第3位は「どちらでもない、または、わからない」(13.3%)、第4位は「多い」(8.9%)となっている。「多い」、「どちらかといえば多い」を合わせると46.7%である。財務省調査では、同19.10%であることと比べると、この10年で投資家に対する情報開示がかなり進んでいることを示している。

## II-13. 現在どの主体の利益を重視して経営を行っているか



「現在わが国企業はどの主体の利益を重視して経営を行っているか」の第1位回答は「従業員」の62.2%である。次に多いのは「一般投資家」の48.9%であった。第3位は「取引先企業」の42.2%，第4位は「国内機関投資家」の35.6%，第5位は「個人投資家」の33.3%となっている。財務省調査では取引先銀行が最も多く19.94%，次に多いのは取引先企業の17.18%，第3位に従業員の13.80%，第4位は系列企業12.88%となっている。今回の結果では従業員の利益と答えた機関投資家が多い。財務省調査時に比べて取引先銀行の影響度が減少し、投資家（株主）からの影響が強まっていることを示している。

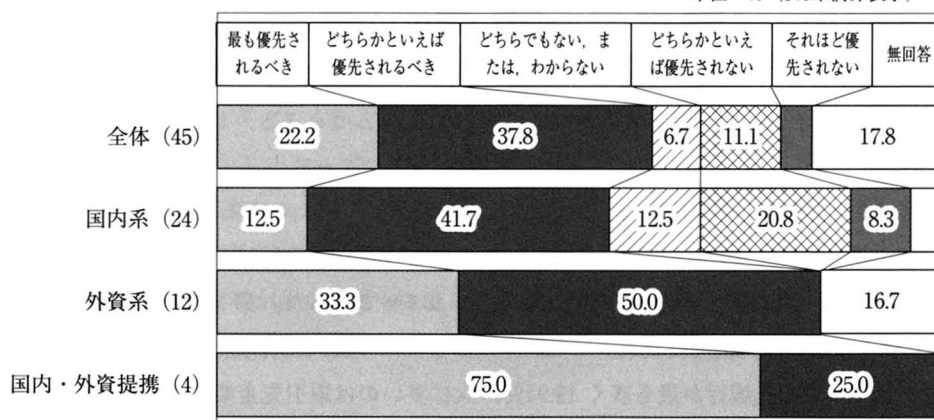
## II-18. わが国企業経営の向上を図る上で有効な手段は何か



「わが国企業経営の向上を図る上で有効な手段」に対する第1位回答は「社外取締役の義務化」と「監査役の独立性と機能強化」が同数で37.8%となっている。第2位は「取締役会の機能向上」の33.3%，第3位は「企業経営に関する情報開示やIR活動」の33.3%となっている。上位項目は財務省調査結果と同様であるが、株主アクティビズムの実行が財務省調査時非常に8.4%と比べて高くなっている。今日機関投資家による株主アクティビズムがコーポレート・ガバナンス改革に有効であるということが浸透しているといえる。

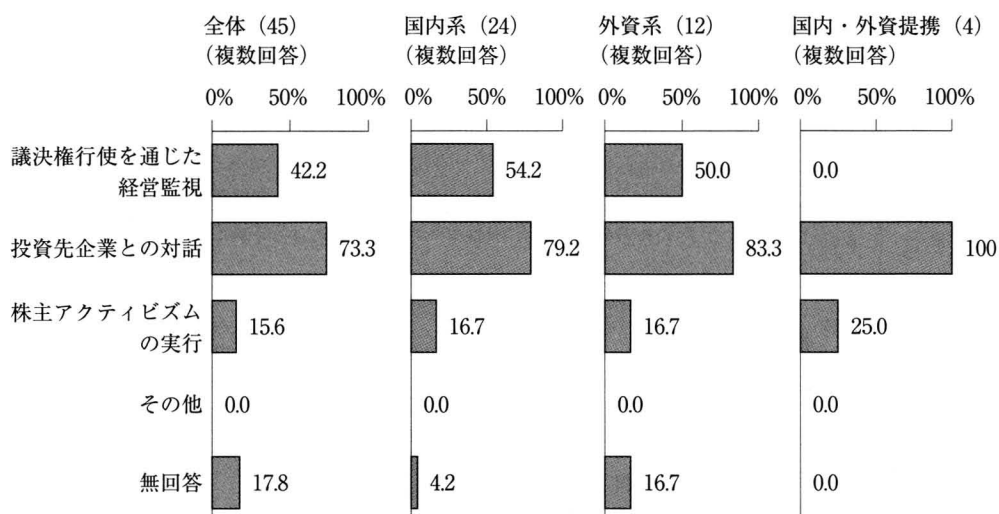
Ⅱ-19. コーポレート・ガバナンスに取り組む上で最も優先されるべき目的は、  
株主価値の最大化だと思うか×業態および受託資産形態

単位：%（5%未満非表示）



コーポレート・ガバナンスに取り組む上で最も優先されるべき目的は株主価値最大化だと思うか」に対する第1位回答は、「どちらかといえば優先されるべき」の37.8%である。次に多いのは「最も優先されるべき」であり22.2%であった。第3位は「どちらかといえば優先されない」の11.1%，第4位は「どちらでもない、または、わからない」の6.7%となっている。「優先されるべき」と「どちらかといえば」で60%と高いが、財務省調査の86.52%と比べると低い。これは2008年の金融危機を契機として極端な株主価値の極大化政策を見直す動きが英米で強まったことが影響していると考えられる。また国内系と外資系とでは明らかな差があり、外資系の機関投資家の方が株主価値最大化を優先させるべきと考えている。

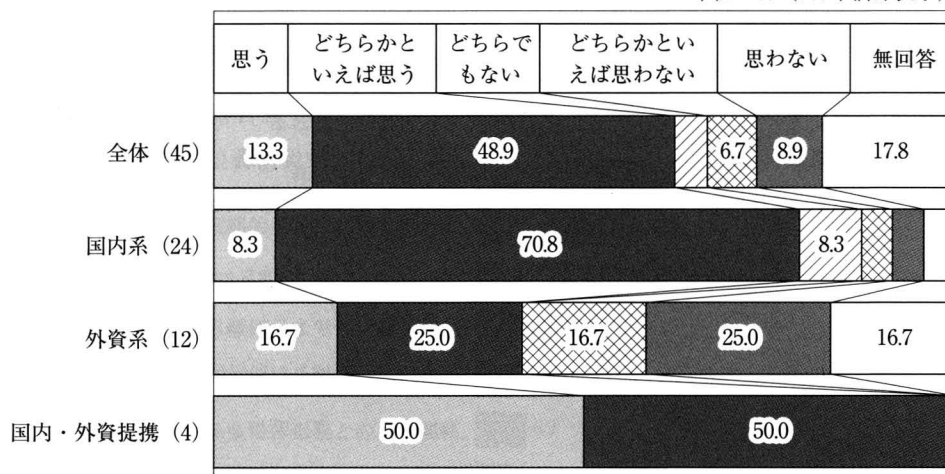
## II-22. 機関投資家のモニタリング活動で、投資先企業の企業価値を高める有効な方法



「機関投資家のモニタリング活動で、投資先企業の企業価値を高める有効な方法」に対する第1位回答は、「投資先企業との対話」73.3%である。次に多いのは「議決権行使を通じた経営監視」であり、42.2%であった。第3位は「株主アクティビズムの実行」の15.6%となっている。機関投資家は投資先企業との対話を重視していることがわかる。一方で、敵対的買収や株主提案などの友好的でない株主アクティビズムはモニタリング活動として有効ではないと考えられている。つまり、友好的な株主行動が有効であると機関投資家は考えている。

## II-23. 今後、株主のエンゲージメントの動きは高まっていくと思うか (業態および受託資産形態別)

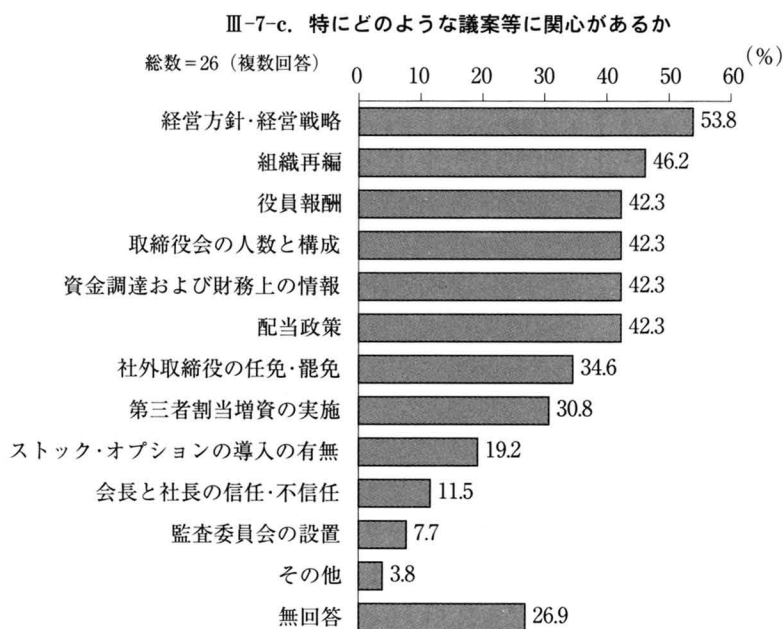
単位: % (5%未満非表示)



「今後、株主のエンゲージメントの動きは高まっていくと思うか」に対する第1位回答は、「どちらかといえば思う」が48.9%と非常に高い。第2位は「思う」の13.3%, 第3位は「思わない」

の8.9%となっている。「思う」と「どちらかといえば思う」を合わせると62.2%と非常に高い。II-22と関連して、機関投資家はエンゲージメント活動を友好的な株主行動であると捉え、この動きにガバナンス改革への期待をしていると考えられる。特に国内系の機関投資家のこの傾向が強い。

### 3. 個別機関投資家のガバナンスに対する姿勢



議決権行使の方針，具体的内容を規定していると回答した機関に対して「特にどのような議案に関心があるか」を問うた。最も回答が多かったの、「経営方針・経営戦略」の53.8%である。次に多いのは「組織再編」であり46.2%であった。第3位は「役員報酬」，「取締役会の人数と構成」，「資金調達および財務上の情報」，「配当政策」が続き42.3%であった。



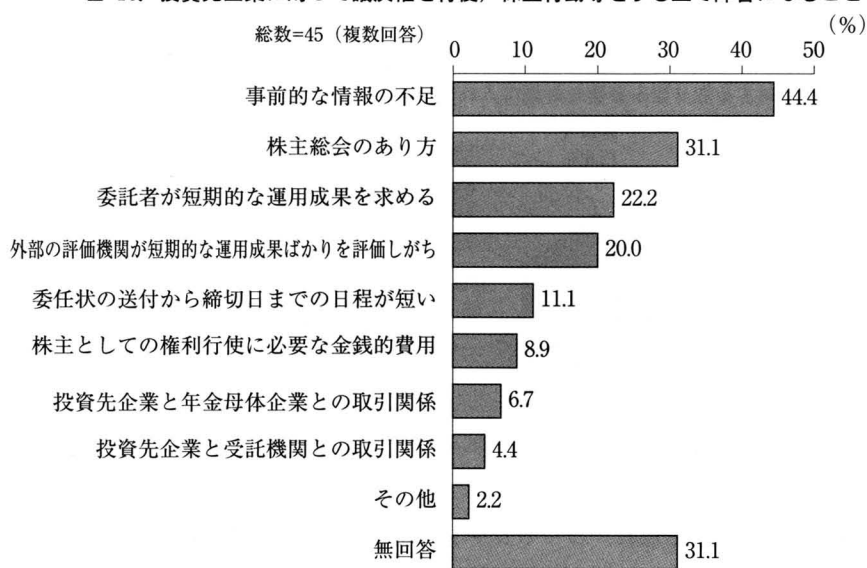
## Ⅲ-8. 受託者責任の観点から、パフォーマンスの悪い投資先企業に対して実際に行った行動

(財務省調査)

(総数 45)	はい (%)	いいえ (%)	はい (%)
(1) 経営計画等の情報提供を求めた	31.1	44.4	28.9 (25 社)
(2) 何らかの形で受託者責任を遵守する方針をアナウンスしたことがある	20	53.3	9.20 ( 8 社)
(3) 経営に対する改善要求を文章で送付したことがある。	11.1	62.2	5.75 ( 5 社)
(4) 個別の意見交換を通じて、投資先企業的意思決定に影響を与えようとしたことがある	37.8	37.8	27.27 (24 社)
(5) 社外取締役を派遣したことがある	11.1	64.4	0
(6) 株の売却をほめかしたことがある	15.6	57.8	14.94 (13 社)
(7) 株の売却に至ったことがある	51.1	26.7	79.55 (70 社)
(8) 議決権を行使したことがある	51.1	26.7	41.38 (36 社)
(9) 株主代表訴訟を行ったことがある	2.2	71.1	0

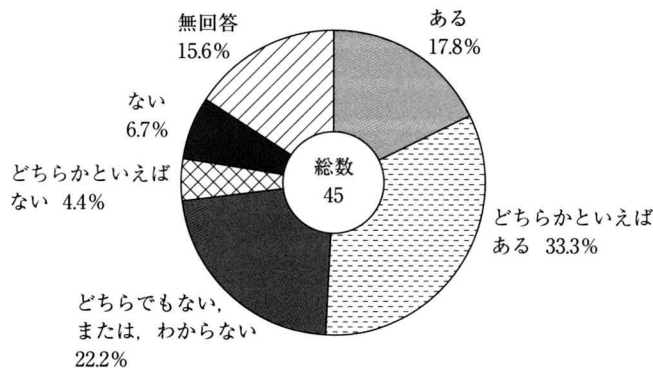
「受託者責任の観点から、パフォーマンスの悪い投資企業に対して実際に行った行動」として第1位回答は、「株の売却に至ったことがある」と「議決権を行使したことがある」が51.1%であった。財務省調査においては、前者は79.55%、後者は41.38%であったことから、機関投資家は株の売却（EXIT）ではなく、議決権行使（VOICE）を活用する傾向が強くなっていることがわかる。また、「個別の意見交換を通じて、投資先企業的意思決定に影響を与えようとしたことがある」も財務省調査時（2000年）が27.7%から37.8%と増加しており、議決権行使や対話などが進んでいることを示している。さらに、社外取締役派遣、株主代表訴訟などを実際に機関投資家が行っていることなどから、機関投資家の積極的なアクティビズム行動が看取できる。

## Ⅲ-10. 投資先企業に対して議決権を行使、株主行動等をする上で障害になること



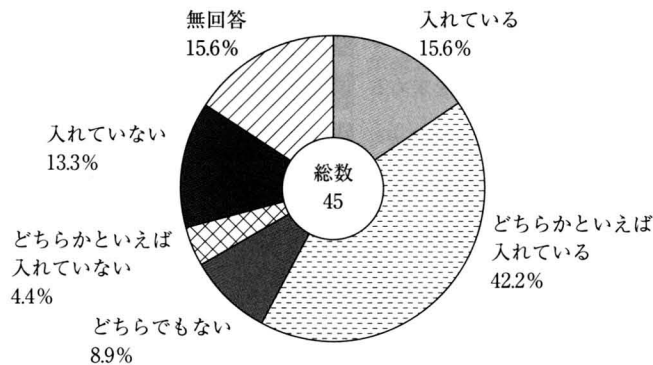
「投資先企業に対して議決権を行使、株主行動等をする上で障害となること」に対する第1位回答は、「事前的な情報の不足」44.4%であり、第2位の「株主総会のあり方」は31.1%であった。第3位は「委託者が短期的な運用成果を求める」(22.2%)、第4位は「外部の評価機関が短期的な運用成果ばかりを評価しがち」(20.0%)、第5位は「委任状の送付から締切日までの日程が短い」(11.1%)となっている。今後、機関投資家の株主行動をより積極化させるには、情報不足の解消、株主総会の日程的な問題の解消、委託者の短期的運用の視点などの問題点が解決される必要がある。事前的な情報不足については、機関投資家の意見をまとめるようなクリアリングハウスなどがこの問題を解決する機関となりえる。また現在経済産業省が試みている「企業報告ラボ」の活用も、機関投資家と企業のコミュニケーションをよりよくするための手段であろう。

Ⅲ-13. コーポレート・ガバナンスが改善された場合の投資行動変化



「コーポレート・ガバナンスが改善された場合の投資行動変化」について「ある」と回答したのは17%、「どちらかといえばある」は33.3%であった。これらで50%以上となり、投資行動とコーポレート・ガバナンスの改善に関連性がある可能性を示している。

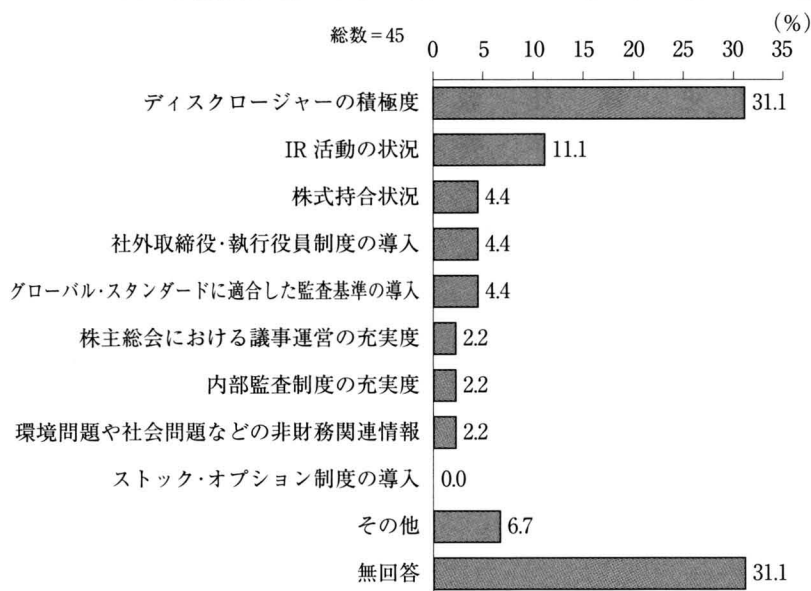
Ⅲ-14. ポートフォリオに組み込む際、対象企業のコーポレート・ガバナンスに対する取り組み姿勢を評価に入れているか



「ポートフォリオに組入れる際に、コーポレート・ガバナンスに対する取り組み姿勢を評価に入れている」と「どちらかといえば入れている」を選択した投資家は全体の約6割を占める。こ

の質問項目は、2000 年の調査ではなかったものであるが、投資の意思決定の際にコーポレート・ガバナンスへの評価を加味している機関投資家が多いことがわかる。

### Ⅲ-15. 投資先企業を選別する際、マーケット指標以外に重要だと思う情報



マーケット指標以外で、投資家が重視する事項は、ディスクロージャーの積極度、IR 活動の状況が多い。投資家は、コミュニケーションがうまくとれて、エンゲージメント活動により企業価値向上が望める企業を重視するということを示している。